

Crisis económica y financiera. La respuesta de la UE: una evaluación de las políticas aplicadas y un análisis de las ineficiencias creadas

Carmen Domínguez Domech*

Departamento de Economía Aplicada III (Política Económica).
Universidad Complutense de Madrid

y

Juan M. Menéndez Blanco

Departamento de Economía Aplicada III (Política Económica).
Universidad Complutense de Madrid

Resumen: Después de un periodo de expansión sin precedentes en la economía europea y mundial, tras la Segunda Guerra Mundial, y más concretamente en la década de los noventa del pasado siglo y primeros años del actual, la coincidencia de una crisis financiera globalizada con un periodo de recesión en la mayoría de las economías más desarrolladas invita a revisar los fundamentos de lo que algunos autores han denominado “la crisis perfecta”, a analizar los mecanismos de transmisión de las fluctuaciones financieras sobre la economía real y a evaluar las medidas y actuaciones de política económica y financiera adoptadas por los gobiernos. Adicionalmente se consideran las ineficiencias generadas por las distintas actuaciones de los países que si bien, por un lado, están preservando de la quiebra a una parte del sistema financiero dificultan, por otro, la corrección y/o eliminación de las fluctuaciones financieras.

Palabras clave: crisis económica y financiera, evaluación de políticas públicas, ineficiencias, planes de estímulo a la economía, política monetaria y financiera.

Índice: 1. Introducción. 2. Algunas consideraciones sobre el origen, causas e implicaciones de la crisis económica y financiera: ¿Fin de un ciclo económico? 3. Solvencia, liquidez y presiones en los mercados interbancarios: intervenciones y política monetaria del Banco Central Europeo. 4. Medidas de estímulo de la economía y planes nacionales de apoyo al sistema financiero aplicados en la UE y EE.UU.: la necesidad de una acción coordinada. 5. Ineficiencias y oportunidades de arbitraje creadas por la falta de coordinación. 6. Resultados y evaluaciones preliminares de las políticas adoptadas y análisis de la coyuntura actual. 7. Comentarios y reflexiones finales.

* Responsable de Análisis Financiero en IBERDROLA.

1. Introducción

Después de un periodo de expansión sin precedentes en la economía europea y mundial, tras la Segunda Guerra Mundial, y más concretamente en la década de los noventa del pasado siglo y primeros años del actual, la coincidencia de una crisis financiera globalizada -cuya magnitud, profundidad y coste aún no puede valorarse- con un periodo de recesión en la mayoría de las economías más desarrolladas -cuyo final es aún difícil de pronosticar para muchos países- invita a revisar los fundamentos de lo que algunos autores han denominado “la crisis perfecta”, a analizar los mecanismos de transmisión de las fluctuaciones financieras sobre la economía real, a la evaluación de las medidas y actuaciones de política económica y financiera adoptadas por los gobiernos, así como a proponer otras alternativas.

Adicionalmente, no es ajeno a todo ello el debate ideológico sobre el carácter y naturaleza de esta crisis y las políticas económicas a aplicar; controversia ya clásica entre quienes defienden un diagnóstico keynesiano, y por tanto un mayor activismo e intervención pública, y quienes confían en el mercado, sin excluir políticas de regulación específicas en el ámbito económico y financiero.

Nuestro interés, desde el punto de vista investigador, se centra en dos aspectos concretos: el primero, relacionado con el impacto de la crisis financiera en la economía real que, en gran medida, se manifiesta en una importante corrección a la baja de las previsiones macroeconómicas de crecimiento y de generación de empleo elaboradas por los expertos para la zona del euro en diciembre de 2008 (BCE, 2008d); proyecciones, por otro lado, menos satisfactorias que las realizadas para fuera de la zona euro.

Tras analizar las interacciones entre los dos componentes de la “crisis perfecta”, revisar las intervenciones de la Reserva Federal de EE.UU. y del BCE -en ocasiones distintas, dado el disímil contexto fundacional y operativo en el que ambos bancos centrales aplican la política monetaria-, se exponen en el siguiente epígrafe -y se reflexiona críticamente sobre ellos- los planes de estímulo propuestos y aplicados a la economía y las medidas conducentes a favorecer la solvencia y liquidez de los mercados e instituciones financieras. A todo ello se dedican los epígrafes segundo, tercero, cuarto y sexto.

La magnitud de la crisis financiera ha exigido de los gobiernos la adopción de medidas mayoritariamente coyunturales destinadas a evitar la quiebra de las instituciones financieras y que, no obstante, generan ineficiencias de varios tipos: de origen (en función del país o área económica), de elección (dentro de cada país, son los gobiernos los que están decidiendo *qué* entidades salvar y *cuáles* dejar quebrar), normativas (derivadas, por un lado, de los distintos marcos legales entre países, incluso en la eurozona; y, por otro, las que se producirán en el futuro como consecuencia de las distintas medidas que están adoptando los gobiernos de cada país), y competitivas (el apoyo recibido por las entidades puede percibirse como un desincentivo a la eficiencia y competitividad de las entidades dado que los errores de gestión acaban siendo difuminados por las ayudas gubernamentales).

Este conjunto de ineficiencias -que se abordan en el epígrafe quinto- no ha tenido un tratamiento significativo en la literatura académica y científica por lo que se ha considerado novedoso y, desde el punto de vista de la política monetaria y financiera, estratégico su estudio, identificación y corrección. Este es el segundo aspecto que motivó esta investigación,

pues las ineficiencias consideradas son una de las causas principales de la crisis financiera y las diferentes actuaciones de los países, si bien están salvando de la quiebra a una parte del sistema financiero, dificultan la corrección y/o eliminación de las fluctuaciones financieras.

Finalmente, en el epígrafe sexto se sintetizan algunas ideas previamente expuestas y se plantean algunos temas de reflexión.

2. Algunas consideraciones sobre el origen, causas e implicaciones de la crisis económica y financiera. ¿Fin de un ciclo económico?

En la cuarta fase del paradigma tecno-económico¹ asociado a la nueva economía del conocimiento, en general, y las TIC, en particular y tras un periodo de crecimiento de la economía europea y mundial sin precedentes desde la Segunda Guerra Mundial, a partir el verano del 2007 comienza a gestarse una crisis económica y financiera, también sin precedentes², que ha renovado a nivel académico el interés por el fenómeno de las burbujas y nos ha recordado que los ciclos -aún con distintas manifestaciones, duración y amplitud que en el pasado- siguen existiendo en un contexto en el que la economía europea parecía haber encontrado en los esquemas de política monetaria y fiscal aplicados³ una senda de crecimiento estable de las variables macroeconómicas.

Esta crisis no se corresponde, sin embargo, con las burbujas asociadas a las revoluciones tecnológicas -la burbuja financiera asociada a algunas empresas del sector tecnológico y, más en concreto, a las *punto com* ya sucedió en el 2001-, sino que tiene orígenes, causas y fundamentos distintos: una política de bajos tipos de interés en la economía norteamericana, durante un periodo sostenido de tiempo, provoca una expansión del volumen de crédito para mantener los márgenes de la banca, primero a un perfil de cliente de mayor riesgo y, posteriormente, a través de la titulización y el apalancamiento -y en un entorno de globalización- se produce la transferencia de ese riesgo a nivel mundial.

La expansión inicial del crédito se basó en unos activos, fundamentalmente de origen inmobiliario, cuyo precio en los dos últimos años está experimentando una corrección a la baja de forma que, como punto de partida, tenemos una primera línea de créditos basados en activos en deflación y, posteriormente, a través de la titulización y globalización se ha creado más liquidez basada en dinero sin soporte real. A lo largo del 2008 y 2009 las instituciones financieras se han resentido gravemente, han estallado los riesgos y los Estados se disponen a asumirlos para intentar evitar la quiebra del sistema financiero internacional. Como se ex-

¹ Siguiendo a Carlota Pérez (2001), en cada revolución tecnológica se distinguen 5 fases: 1ª) Irrupción tecnológica; 2ª) Auge financiero; 3ª) Punto de inflexión, reflexión, y de reconsideración del proceso; 4ª) Edad de oro; y 5ª) Etapa de madurez. Considerando esta clasificación y este orden, tras la crisis financiera asociada a las empresas *punto com* -fechada en el 2001- comenzaría una segunda etapa de crecimiento y expansión económica.

² La mayoría de las economías avanzadas están en recesión, escenario desconocido desde el final de la Segunda Guerra Mundial.

³ En concreto nos estamos refiriendo al diseño de política monetaria que surge de la introducción del euro como moneda única en un conjunto de países y la independencia del BCE en el logro de su objetivo principal -la estabilidad de precios- y a las reglas fiscales que introducen el Tratado de Maastricht y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

pondrá posteriormente, algunas de las medidas y políticas aplicadas están causando graves ineficiencias en el sistema financiero.

A corto plazo, la urgencia de las medidas adoptadas por la UE y EE.UU. está justificada por la gravedad de la crisis, pero se está produciendo una transferencia de riesgo -que no puede ser ilimitada- a los estados y, por otro lado, a medio plazo será necesario establecer un nuevo marco normativo global común para el sistema financiero que limite y regule los riesgos y en el que las entidades de crédito eficientes vuelvan a asumir los riesgos inherentes a su actividad.

Aunque las instituciones financieras han venido captando capital para reforzar sus balances, el proceso de desapalancamiento del sector bancario exigirá ventas de activos, un crecimiento más lento de los nuevos activos y cambios radicales en los modelos operativos de los bancos. Adicionalmente, el progresivo proceso de reducción del riesgo asumible implicará necesariamente un periodo de menor rentabilidad⁴.

La continua incertidumbre en torno a la valoración de activos -antes considerados de bajo riesgo- ha complicado la tarea de determinar los niveles de capitalización adecuados. Por ello, la mayoría de los participantes en el mercado, agencias calificadoras de riesgo y reguladores coinciden en el que el nivel de reservas de capital tendrá que ser más elevado de lo que se había previsto; y además debería basarse en un análisis prospectivo del riesgo, más que en una aplicación mecánica de los coeficientes legales⁵.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del eurosistema para la zona del euro en diciembre de 2008 (BCE, 2008d)⁶ reflejan la desaceleración económica mundial, las condiciones de financiación más restrictivas junto con las tensiones en los mercados financieros, la aceleración del ajuste en el mercado de la vivienda y la intensificación de los efectos de contagio provenientes de EE UU. Todo ello conduce a estimaciones de crecimiento medio anual del PIB real que oscilan en un intervalo del 0,8%-1,2% para el 2008, -1,0%-0,0% para el 2009, y entre el 0,5%-1,5% para el 2010⁷.

Tras estas previsiones está un débil comportamiento de la demanda interna del PIB: aún con políticas de estímulo de la inversión pública, la inversión total se verá afectada negativamente por las restrictivas condiciones de financiación y por la debilidad de la actividad económica mundial. Por otro lado, el consumo privado se espera que crezca a tasas muy moderadas, fundamentalmente, por la pérdida de renta real disponible que supondrá el cre-

⁴ Aunque la utilización de derivados y productos estructurados ha cuestionado la Teoría de la Frontera Eficiente de Markowicz -que se resume en la tesis de que a mayor riesgo, mayor rentabilidad, siendo solo eficientes aquellas carteras que para un mismo nivel de riesgo ofrecen mayor rentabilidad- ésta seguirá estando vigente tras la progresiva desaparición de los instrumentos financieros más complejos.

⁵ Un tema de discusión interesante es la necesidad de reformular los coeficientes de capital y de solvencia y, en concreto, adaptarlos al ciclo.

⁶ En el epígrafe quinto, al analizar los efectos de las medidas de apoyo al sistema financiero y las políticas económicas aplicadas, se exponen y comentan las últimas previsiones elaboradas por la Comisión Europea (14 de septiembre de 2009).

⁷ Las proyecciones de las tasas de crecimiento anual del PIB real son más satisfactorias fuera de la zona euro: 3,9% de promedio en el 2008, 2,4% de promedio en el 2009 y el 3,6% en el 2010.

ciente desempleo y, en menor medida, por el aumento de la tasa de ahorro debido al motivo precaución.

Mención especial requiere el impacto de la crisis en el mercado de trabajo, en el que se prevé que para el periodo 2009-2010 la tasa de crecimiento de la población activa se situará en niveles muy inferiores a los observados desde el 2002, debido principalmente al efecto “desmotivación” causado por una coyuntura en la que la tasa de desempleo aumentará significativamente.

Aunque EE.UU. sigue siendo el epicentro de la crisis financiera⁸, algunos autores e instituciones han advertido que existe un desfase en la evolución de la misma, en el que la UE está retrasada, afectando tanto al final del ciclo depresivo como a las expectativas de recuperación económica⁹.

Cuando pensábamos que el ciclo económico estaba cada vez más vinculado a la evolución del ciclo tecnológico, dado el impacto e influencia que la revolución tecnológica asociada a las TIC había tenido sobre el gran ciclo expansivo de la economía estadounidense y europea desde la década de los 90 hasta muy recientemente, la profundidad del ciclo económico depresivo actual está, fundamentalmente, relacionado con la crisis del sector financiero y el estallido de la burbuja inmobiliaria, fenómenos ambos interrelacionados.

En relación a los distintos planes de estímulo de la economía que se están aplicando y las medidas de apoyo al sector financiero -que se expondrán y revisarán en los epígrafes siguientes- subyace un debate ideológico sobre el carácter y naturaleza de esta crisis y las políticas económicas a aplicar; controversia ya clásica entre quienes defienden un diagnóstico keynesiano y un mayor activismo e intervención pública y quienes confían en el mercado, sin excluir políticas de regulación específicas en el ámbito financiero.

En este sentido, hay dos aspectos de esta crisis sobre los que es interesante reflexionar para evitar tentaciones intervencionistas erróneas:

En primer lugar, los activos en que se sustentaba la riqueza real (inmuebles, acciones y capital humano) están perdiendo valor desconociéndose *cuánto* más se depreciarán y *cuándo* tocarán suelo. Esto implica que a medida que la recesión se alargue y/o las expectativas de salir de ella se retrasen, cada vez más deudores -empresas y familias- se convertirán en insolventes y las entidades financieras tendrán dificultades para lograr los recursos necesarios que protejan sus ratios de liquidez y solvencia. El riesgo para las entidades de crédito de perder el dinero prestado y, en consecuencia, su resistencia a renovar la financiación y a conceder nuevos créditos se ve agravada por

⁸ A lo largo del 2008, se continuó debilitando el mercado de la vivienda, contribuyendo la desaceleración económica a un mayor deterioro de los préstamos y al aumento de la morosidad en los pagos de hipotecas de primera clase, en el sector inmobiliario comercial y en los préstamos empresariales y de consumo. Las cifras de pérdidas declaradas en relación con los préstamos y los activos titulizados siguen en aumento, superando los 1,4 billones de dólares, cifra muy por encima de la estimada en el *Global Financial Stability Report* de abril de 2009 (Informe de Estabilidad Financiera Mundial, 2009a).

⁹ Es significativa, en este sentido, la cifra de crecimiento económico en EE.UU. -3,5%- hecha pública el 29.10.09 por la Oficina de Estadística, superando las previsiones oficiales y del mercado y que podría anticipar el fin del ciclo recesivo en EE UU; cifra que contrasta con la debilidad de la economía europea.

la ausencia y/o la depreciación de los activos que respaldan los préstamos en caso de impago¹⁰.

En segundo lugar, la combinación del enorme endeudamiento privado existente -de hecho la crisis tiene en el exceso de creación de crédito uno de sus principales orígenes- con la aplicación de políticas fiscales expansivas -que están originando en algunos países déficit y endeudamiento públicos de tal magnitud que ya incumplen en el caso de la UE y eurozona los criterios de Maastricht y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento- provocarán mayores necesidades de financiación a un mayor coste. Si los mercados perciben y califican a estos países como de alto riesgo y el crédito se encarece y se reduce, el progresivo endeudamiento del estado va a empeorar la situación financiera y crediticia de las familias y de las empresas por otra nueva vía.

Como se afirma en el Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial (octubre de 2009, p.1), *“la transferencia de riesgos financieros a las autoridades fiscales, sumada a la carga financiera que representa el estímulo fiscal, plantea inquietudes en cuanto a un posible desplazamiento del sector privado y a la sostenibilidad de las finanzas del sector público”*.

Así pues, además de que la crisis financiera y la depresión económica no invalidan toda la macroeconomía aprendida desde 1936 -como afirma Robert J. Barro- existe un alto consenso entre los economistas de que si bien uno de los efectos de la crisis económica se manifiesta en la debilidad de la demanda agregada, en especial del consumo y de la inversión privada, la política fiscal expansiva no sirve para solucionar la raíz del problema y sí puede generar desequilibrios adicionales¹¹. Como señala Rodrigo Rato y de Figaredo (2009): *“las medidas puestas en práctica para salir de las anteriores crisis pusieron la semilla de la siguiente. De ahí la necesidad de que los policy makers no sólo atajen la actual debilidad económica, sino que se planteen la estrategia del retiro a tiempo de los estímulos que resulten excesivos”*.

Finalmente, y éste es uno de los datos más importantes para el futuro del crecimiento económico, la tasa de retorno de las inversiones del sector no financiero ha sido en el 2008 en EE.UU. del 10%, siendo la tasa de retorno media de los últimos 50 años del 7%. Como señala Xavier Sala-i-Martin (2008), el crecimiento económico de un país no viene precedido de aumentos de la bolsa, pero sí de elevadas tasas de retorno en el sector financiero: *“para entendernos: mientras Wall Street ha hecho sus locuras financieras, Silicon Valley ha seguido innovando y eso, a la larga, es lo que determina el crecimiento de la economía”*.

3. Solvencia, liquidez y presiones en los mercados interbancarios: intervenciones y política monetaria del Banco Central Europeo

Desde el comienzo de la crisis financiera -finales del 2007- y lo que en aquel momento aún era una desaceleración económica, distintas opiniones de responsables políticos y de

¹⁰ En el caso español, aproximadamente dos tercios de la riqueza de las familias tiene origen inmobiliario. Las acciones de las empresas constructoras, inmobiliarias y afines a estos sectores han experimentado una corrección bajista cuyo final nadie pronostica con certidumbre y, por otro lado, el desempleo creciente supone que una parte de la población activa va a tener restringido adicionalmente su acceso al crédito.

¹¹ Solo dos premios Nobel de Economía, Paul Krugman y Joseph Stiglitz, defienden ese tipo de medidas.

instituciones privadas y públicas, así como del mundo académico reclamaban al Banco Central Europeo descensos en el precio oficial del dinero¹². Tras ello solían darse dos tipos de argumentaciones: la primera se relacionaba con el excesivo coste financiero que suponía el pago de préstamos hipotecarios y, en general, el elevado coste de financiación que perjudicaba a la actividad empresarial; la segunda hacía referencia al caso estadounidense, en el que la Reserva Federal ya había realizado movimientos a la baja en el tipo de interés oficial, ampliando el diferencial respecto al de la eurozona.

Como es frecuente comparar las distintas actuaciones que a veces llevan a cabo la Reserva Federal de EE.UU. y el BCE ante la evolución del entorno económico y financiero, es necesario revisar el contexto fundacional y operativo en el que ambos bancos centrales aplican la política monetaria.

Una primera diferencia radica en los distintos objetivos establecidos en los estatutos de ambas instituciones: mientras que el BCE tiene como objetivo principal el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo, entendiendo que es una premisa básica para el desarrollo, el objetivo de la política monetaria señalada a la Reserva Federal en su acta fundacional de 1913 es la promoción del pleno empleo, la estabilidad de precios y la moderación de los tipos de interés a largo plazo, sin priorización alguna.

Un segundo grupo de diferencias se relaciona con los tipos de intervenciones y mecanismos de intervención con que cuenta cada entidad, así como las opiniones de sus dirigentes.

Una tercera diferencia se refiere al marco operativo de ambas instituciones: el BCE ha definido un procedimiento muy concreto consistente en fijar un objetivo cuantitativo de inflación (IAPC interanual no superior al 2% a medio plazo) y dos pilares para valorar si existen riesgos para su cumplimiento: un análisis económico (evolución del mercado de trabajo, de los precios de las materias primas y recursos energéticos, precios de los servicios, etc.) y otro monetario (evolución de los depósitos, créditos, liquidez del sistema, etc.); por su parte, la Reserva Federal actúa de forma discrecional al no establecer objetivos cuantitativos ni de inflación ni de crecimiento.

El diseño de ambas instituciones explica *por qué* en ocasiones reaccionan de forma tan diferente. Por ejemplo, cuando a finales del año 2000 aparecieron los primeros síntomas de la crisis económica que se avecinaba, el tipo de referencia de la Reserva Federal estaba en el 6,5% y el del BCE en el 4,75%. A finales de 2001, la Reserva Federal había bajado su tipo de referencia hasta el 1,75% mientras que el BCE solo lo hizo hasta el 3,25%.

Pese a que el crecimiento del PIB europeo se redujo dos tercios a lo largo del año, en mayo de 2001 el IPC armonizado alcanzó su mayor nivel desde la creación del BCE en 1999: el 3,1%. El BCE, como señalan sus estatutos, prefirió asegurar el descenso de la inflación y el control de la estabilidad de precios aún a costa del crecimiento económico. Por el contrario, en EE.UU. el IPC alcanzó el 3,6% pero eso no impidió a la Reserva Federal luchar contra la desaceleración económica.

¹² En algunas declaraciones se culpaba incluso a la política monetaria aplicada por el BCE de no colaborar en la solución de la crisis ni apoyar la recuperación económica.

Sin embargo, un fenómeno común a ambos lados del Atlántico son las presiones existentes en el mercado interbancario: la combinación de riesgos de liquidez y solvencia desembocó en un periodo de elevados diferenciales entre los tipos de interés a corto plazo y volúmenes de transacciones sustancialmente reducidos, así como una tensión inusitadamente prolongada en los mercados de financiación.

En relación con el primer aspecto mencionado en el párrafo anterior, los procedimientos de fijación de tipos a corto plazo -como el tipo interbancario de oferta de Londres (LIBOR) y el Euribor- deben perfeccionarse pues, por un lado, el diferencial LIBOR-OIS¹³ en dólares de EE.UU. aumentó considerablemente incorporando los temores en torno a suspensiones de pagos y, por otro, las presiones de liquidez en dólares de EE.UU. se desbordaron hacia otras monedas (libra esterlina y euro, fundamentalmente), afectando a los diferenciales Euribor-OIS y LIBOR-OIS en libras esterlinas.

Es interesante entender de qué manera influyó la crisis en los tipos de interés como canal de transmisión de la política monetaria en el contexto de tres tendencias a largo plazo: una aceleración de la actividad de las instituciones cuasi-bancarias, un uso más extendido de los mercados de financiación mayoristas y una preferencia mayor por los instrumentos a corto plazo en lugar de una sólida y estable base de depósitos como medio de financiación. Aunque, en general, estas tendencias infundieron estabilidad a la transmisión mediante los tipos de interés, a lo largo del último año la fluida relación tradicional entre el tipo de referencia y el tipo activo se alteró drásticamente.

Con el fin de corregir estos inconvenientes, sería beneficioso:

1. Mejorar la infraestructura de los mercados de financiación: los tipos de referencia mencionados inspirarían más confianza si el cálculo del LIBOR estuviera basado en una muestra más amplia de bancos y cotizaciones que incluyera fuentes no bancarias de financiación (el mismo razonamiento es válido en relación al cálculo del Euribor).
2. Lograr que las autoridades estén más atentas a los riesgos de crédito y de liquidez: el principal motivo de la amplitud de los diferenciales interbancarios fueron los riesgos de dificultades bancarias (tanto desde el punto de vista del crédito como de la liquidez)¹⁴.
3. Otorgar a los mercados de dinero un respaldo indirecto ilimitado: es necesario diseñar con cuidado los mecanismos de crédito de los bancos centrales que buscan reestablecer el funcionamiento de los mercados interbancarios para transmitir la política monetaria. En la actualidad, sería deseable que los participantes en el mercado intensificaran las operaciones entre sí permitiendo a los bancos centrales una retirada ordenada.
4. Fomentar la cooperación y comunicación entre los bancos centrales, pues el último episodio de problemas de liquidez se contrarrestó gracias a la cooperación entre los

¹³ OIS es la tasa de los *swaps* con un índice a un día.

¹⁴ Es recomendable, en este sentido, el perfeccionamiento, en unos casos, y la elaboración, en otros, de los llamados Sistemas de Alerta Anticipada (SAA) para prever crisis financieras.

principales bancos centrales, que atendieron las necesidades de financiación en moneda extranjera.

En este sentido, la respuesta del BCE a los problemas financieros en la eurozona se concretó en el compromiso de proporcionar toda la liquidez requerida durante todo el tiempo que fuera necesaria; esto se materializó en la implantación de un sistema de suministro de la misma sin límite de cantidad y a plazos que cubren hasta los 6 meses, en la ampliación de las divisas en las que se conceden los préstamos y en una importante extensión del conjunto de activos admitidos como garantía de los préstamos concedidos.

El cambio en la orientación de la política monetaria del BCE no se produjo hasta bien entrado el verano de 2008 cuando la desaceleración del crecimiento disminuyó las tensiones inflacionistas. Los efectos de agudización de la crisis financiera sobre la demanda y el retroceso de los precios de las materias primas relajaron sustancialmente la presión existente sobre los precios, costes y salarios. Todo ello permitió al Consejo de Gobierno del BCE reducir el tipo de interés oficial, en dos movimientos separados por tan solo 21 días laborables, en 1 punto porcentual hasta el 3,25%¹⁵. Posteriores reducciones han conducido a que en la actualidad -octubre de 2009- el tipo de interés vigente esté situado en el 1%¹⁶.

Un ejemplo de cómo ha afectado la política monetaria y financiera al sector real de la economía a lo largo de este periodo de crisis se refleja adecuadamente en el caso español: el ajuste en el sector inmobiliario ya había comenzado de una forma gradual en el 2007, corrigiendo los excesos que se habían originado en un contexto global de relajación financiera, de infravaloración del riesgo y bajo unas condiciones monetarias y financieras particularmente holgadas para España. El dinamismo del sector residencial se había ido moderando a medida que el cambio en la orientación de la política monetaria iniciado a finales de 2005 se fue trasladando al coste de financiación de las familias y de las empresas y que las expectativas de revalorización del precio de la vivienda se fueron recortando.

Esta pauta gradual del ajuste se vio alterada por la irrupción e intensificación de la crisis financiera internacional hacia el verano de 2008: la demanda de viviendas se redujo de forma drástica y sus precios, tras varios años de aumentos cada vez más moderados, empezaron a descender en términos reales. Este escenario obligó además a un recorte significativo en la construcción de nuevas viviendas y llevó a numerosas empresas inmobiliarias a tener que reestructurarse, llegando algunas de ellas a entrar en situación concursal¹⁷. Las implicaciones de todo ello para el empleo total de la economía están siendo bien conocidas pues por primera vez en los últimos catorce años se está produciendo una destrucción de empleo y éste está actuando como el principal canal de propagación del ajuste del sector inmobiliario hacia el resto de la economía.

¹⁵ El primero de estos recortes tuvo lugar en el marco de un movimiento coordinado con otros grandes bancos centrales.

¹⁶ Otro dato interesante es que el Euribor (1,237% en el cierre del viernes 30 de octubre de 2009; 1,243%, media provincial de octubre de 2009) se ha ido acercando al precio oficial del dinero, reflejando el descenso de las tensiones en los mercados interbancarios.

¹⁷ Además, las tasas de crecimiento de la financiación a las empresas y las familias españolas son muy inferiores a las existentes previamente y se acercan progresivamente al avance nominal del PIB (Fernández Ordóñez, 2008a).

4. Medidas de estímulo de la economía y planes nacionales de apoyo al Sistema Financiero aplicados en la UE y EE.UU.: la necesidad de una acción coordinada

Se enumeran, a modo de síntesis de lo ya expuesto, los principales acontecimientos que han acompañado a lo largo del 2008 a la crisis del sistema financiero internacional.

1. Existía una altísima volatilidad en todos los mercados, tanto de *equity* como de crédito, así como en los mercados de divisas y *commodities*.
2. Se produjeron elevadas pérdidas en los mercados bursátiles a nivel mundial, con un fuerte aumento de las primas de riesgo.
3. La aversión al riesgo alcanzó límites extremos produciéndose una liquidación masiva e indiscriminada de las posiciones que, junto con las pérdidas acumuladas, provocó que los inversores se mostraran reacios a comprar, aún con unas valoraciones atractivas.
4. En el sector financiero se inició una crisis de liquidez, que se trasladó al resto de sectores, con la consecuencia de una restricción generalizada del crédito.
5. A los problemas de acceso a la financiación se unió el grave deterioro de los costes de la deuda, con los *spreads* de crédito en máximos históricos.
6. En lo relativo a las *commodities* y el petróleo, tras alcanzar máximos históricos en julio de 2008, los precios se han desplomado.
7. En cuanto a las divisas, el dólar, con mínimos históricos frente al euro en julio de 2008, se apreció rápidamente en el cuarto trimestre al convertirse en moneda refugio.
8. El rápido deterioro de las condiciones tanto macroeconómicas como microeconómicas provocó una reacción de los gobiernos a nivel mundial, anunciándose múltiples medidas para paliar los efectos de la recesión: inyecciones de liquidez, recapitalizaciones de bancos, medidas de apoyo específicas para determinados sectores, garantías gubernamentales en emisiones de deuda, compra de activos tóxicos, rebajas fiscales, etc.
9. A lo anterior se unieron las medidas tomadas por los principales Bancos Centrales con sucesivas rebajas de los tipos de interés oficiales, que continuaron en el comienzo de 2009 al dejar de ser la inflación un problema debido a la crisis de consumo y demanda en la economía real, y ante la amenaza de la deflación.

La magnitud y profundidad de la crisis obligó a los gobiernos de los distintos países a actuar rápidamente para evitar la quiebra del sistema financiero y responder al deterioro acelerado de la economía real. Las medidas adoptadas consistieron principalmente en:

1. Inyecciones de liquidez.
2. Recapitalizaciones de bancos.
3. Garantías gubernamentales en emisiones de deuda.
4. Medidas de apoyo específicas para determinados sectores.
5. Compra de activos tóxicos.
6. Reducciones impositivas.
7. Inversión en infraestructuras.

La ausencia de un diagnóstico en profundidad de la situación ha supuesto que las medidas se han quedado sistemáticamente insuficientes y hemos estado asistiendo continuamente a nuevos planes de los gobiernos destinados a auxiliar al sistema financiero.

A continuación se analizan cada uno de estos tipos de medidas y los efectos que inicialmente están ocasionando.

Inyecciones de liquidez

Un primer conjunto de medidas ha estado encaminado a inyectar liquidez en determinadas entidades financieras, mientras se ha permitido la quiebra de otras. Las entidades financieras utilizaron las inyecciones de liquidez para recapitalizarse y cubrir los vencimientos de deuda inmediatos que tenían, sin que llegara dinero de forma inmediata a la economía real¹⁸. Esto está generando muchas quejas de los gobiernos que, como el de España, piden a la banca que traspase dinero a la economía real.

Sin embargo, lo que determina la magnitud de la crisis actual es precisamente la enorme masa de crédito respaldada, en primer lugar, por unos activos sobrevalorados y, en segundo lugar, por titulizaciones y demás formas de monetización de estos primeros créditos ligados a activos sobrevalorados. Por lo tanto, es razonable afirmar que para contener la crisis financiera sería necesario un recorte sustancial de la financiación ajena, tanto pública como privada.

De esta forma, las inyecciones de liquidez si bien se han justificado por la necesidad de evitar la quiebra de determinadas instituciones financieras y, con ello, las consecuencias que podría tener sobre el sistema financiero mundial, se trata de una medida paliativa que no aborda el problema en profundidad y que, incluso, podría ser perjudicial a largo plazo, aunque a corto plazo hayan sido necesarias para evitar un mal mayor: la quiebra del sistema financiero mundial y el estrangulamiento de la economía real.

Recapitalizaciones de bancos

Al intensificarse las inyecciones de liquidez efectuadas por los gobiernos en determinadas instituciones financieras, la segunda medida que se ha ido aplicando ha sido la de entrar a formar parte del capital de determinados bancos a los que se ha ayudado. De esta forma se pretende un mayor control en las entidades que han precisado ayuda estatal; control directo razonable dado que son precisamente sus gestores los que las han llevado a la situación en la que actualmente se encuentran.

La entrada de representantes del gobierno en los Consejos de las entidades trata de controlar las decisiones adoptadas y es una medida menos drástica que la intervención completa de la entidad. Un argumento adicional es que de esta forma se pueden poner limitaciones a

¹⁸ Además, la banca ha preferido asegurarse márgenes tomando dinero prestado del Banco Central a bajos tipos de interés y comprando deuda de los estados que colocaba, posteriormente, a un tipo de interés muy superior.

los mecanismos de retribución de los gestores de las entidades, una de las causas de la crisis que vive el sistema¹⁹.

Sería razonable, por lo tanto, establecer sistemas retributivos en función de objetivos a más largo plazo de las entidades (aunque la menor asunción de riesgos derivase en menores rentabilidades). Ya en el 2008 el FMI animó a los bancos a vincular la remuneración de los directivos a objetivos a largo plazo.

Otra característica de esta medida es su temporalidad. En el Reino Unido, por ejemplo, Gordon Brown dejó claro que esta ayuda de fondos no supondrá que el gobierno será un inversor permanente en los bancos.

Garantías gubernamentales en las emisiones de deuda

Ante el deterioro de la calidad crediticia de los bancos y la subida de los *spreads* de crédito, una de las medidas propuestas por los gobiernos para ayudar a la banca ha sido ofrecer garantía estatal a las emisiones bancarias de forma que los bancos puedan financiarse a un coste menor. Esta es una medida bien conocida y aplicada en el pasado que provoca el conocido efecto expulsión o *crowding out* afectando negativamente a otros sectores productivos.

Ante la escasez de recursos en el sistema y la aversión al riesgo que se produce en un momento de crisis financiera, los inversores prefieren entregar sus fondos a las emisiones con mayores garantías; en este caso, las bancarias con garantía estatal o bien a las propias emisiones estatales. Esto genera que empresas de otros sectores productivos tengan que pagar elevados *spreads* para colocar su deuda y poder financiarse.

La medida ayuda al sector bancario y, por tanto, puede ser eficaz ante la crisis financiera, pero en un momento como el actual -en que coexiste con una crisis de la economía real- provoca efectos perjudiciales para los sectores productivos creadores de empleo que pueden verse expulsados de los canales de financiación.

Medidas de apoyo específicas para determinados sectores

Cuando la crisis, además de afectar al sistema financiero, influye en la economía real exige también articular medidas de apoyo para los sectores productivos más generadores de empleo.

Como acabamos de señalar, medidas como garantías gubernamentales a las emisiones de deuda bancaria pueden generar el “efecto expulsión” de otros sectores productivos, que pueden verse muy limitados en su acceso a los recursos financieros al no poder competir

¹⁹ Sistemas de incentivos basados en la evolución de la acción a corto plazo han inducido a los gestores de las entidades a tomar decisiones que pudieran beneficiar, también a corto plazo, el precio de la acción: se han avanzado al momento presente beneficios futuros, creando “dinero sobre dinero” sin una base real que lo respalde, y asumiendo apalancamientos máximos con el fin de generar los máximos beneficios posibles a corto plazo. Las entidades recapitalizadas están viendo cómo desde los gobiernos se incita a los directivos a renunciar a sus *bonus* y las autoridades quieren establecer retribuciones máximas.

con la garantía estatal. Por otra parte, la existencia de crisis en la economía real exige tomar medidas de apoyo a los sectores productivos más creadores de empleo: industria, construcción, automóvil, etc.

Actualmente, muchos de estos sectores están solicitando ayudas gubernamentales para poder sobrevivir y evitar despidos masivos. El factor clave, en este sentido, es la existencia de una crisis de demanda generalizada en la economía que hace necesarios ajustes para adaptar la producción a la demanda real²⁰.

Por otra parte, la urgencia en las respuestas que genera una crisis como la actual ha supuesto que determinados gobiernos hayan aplicado medidas de apoyo rápidas para determinados sectores, como a la industria del automóvil en el caso de Alemania, sin que se haya realizado previamente un análisis exhaustivo del modelo productivo que cada país debe tener. Lo importante sería determinar el peso que estos sectores deberían tener en el futuro de los modelos productivos de cada país considerando el ajuste que se está produciendo en la demanda para evitar que estas medidas acaben siendo perjudiciales a largo plazo²¹.

Compra de activos tóxicos

Otra de las medidas propuestas es la compra de activos tóxicos a las entidades financieras para eliminar de su balance los riesgos que ponen en cuestión su solvencia. Esta compra sería asumida por entidades gubernamentales y se caracteriza por tener el objetivo de eliminar de raíz los activos que están en la base de la crisis.

El punto de partida se fecha en la época de bajos tipos de interés vigentes en los mercados con unas entidades de crédito a las que su negocio se les hacía más pequeño por margen y debían aumentarlo por volumen. La única manera de ampliar negocio era otorgar préstamos a personas de un perfil de riesgo mayor a las que otras entidades rechazaran, para poder cobrarles un *spread* de intereses mayor, o bien aumentar el número de operaciones a través de la titulización.

En este contexto surgen las hipotecas *subprime* y se intensifican los procesos de titulización de estas hipotecas en las llamadas *mortgage back securities*. Con la globalización, esos activos tóxicos son vendidos por entidades de todo el mundo contaminando sus balances. La propia regulación de control de la solvencia de las entidades financieras -Basilea II- actuaba como estímulo de la titulización.

La compra de estos activos tóxicos trata de eliminarlos de los balances de los bancos, con la contrapartida -negativa- de que los gobiernos se ven obligados a endeudarse para comprarlos y que un exceso de deuda pública puede poner en riesgo la propia calificación crediticia de los estados: el riesgo no se elimina, sólo se traspassa²².

²⁰ Estos ajustes requieren, a nuestro juicio, una mayor flexibilidad en el mercado de trabajo; de hecho, en economías como la estadounidense estos ajustes se hacen de forma rápida en contraposición a los mercados de trabajo más rígidos existentes en la UE y, en particular, en España.

²¹ Vuelven a plantearse, como es habitual, los conflictos entre los problemas y soluciones de corto plazo y los de una dimensión temporal mayor.

²² En este sentido, hay que preguntarse y analizar cuál es el nivel de riesgo que pueden asumir los estados sin entrar ellos mismos en riesgo.

Si bien es cierto que la credibilidad de las agencias de *rating* ha quedado en entredicho con la crisis financiera, sus calificaciones siguen siendo las que marcan el *spread* a pagar en las emisiones de deuda, continúan marcando las reglas del juego, y gobiernos -como el de España- y otras administraciones públicas ya han sufrido rebajas en su calificación crediticia.

Reducciones impositivas

Una crisis de las dimensiones de la actual exige aplicar medidas en todos los ámbitos y, por lo tanto, también fiscales. El problema que se plantea es que casi todas las medidas que se han detallado hasta ahora requieren de una amplia inyección de fondos estatales y los gobiernos van a entrar en un periodo de déficits presupuestarios. Las rebajas fiscales profundizarían aún más esta tendencia.

No obstante, como ya se ha comentado la gravedad de la “crisis perfecta” está en el hecho de que coinciden una crisis financiera y una crisis de la economía real: en concreto, asistimos a un proceso de deflación de activos y acusada caída de la demanda. Las reducciones impositivas, siempre que aumenten la renta disponible para el consumo, estimularán la demanda.

En este sentido, un aspecto objeto de reflexión es determinar cuáles son los niveles “razonables” de demanda pues entre las razones de la crisis actual está el hecho de que se ha incentivado el consumo inmediato en el corto plazo, avanzando al momento presente decisiones de inversión de toda una vida financiadas a través de un endeudamiento excesivo; esto ha llevado a crecimientos desmesurados de la demanda que han hecho estallar los riesgos del sistema.

El hecho actual es que estamos viviendo un proceso de desapalancamiento de la población, que quiere reducir sus niveles de endeudamiento y prefiere destinar al ahorro los aumentos de la renta disponible. Ello en sí puede ser positivo y necesario pero si las rebajas fiscales no se traducen en aumentos de demanda que generen a su vez mayor actividad económica y recaudación de impuestos por vía indirecta, las medidas fiscales pueden acabar profundizando el problema de déficit público que están asumiendo los gobiernos.

Inversión en infraestructuras

Este tipo de medidas están directamente relacionadas con la parte de esta “crisis perfecta” que está relacionada con la economía real: el gobierno invierte para estimular la economía, en el contexto de la tradición keynesiana. No obstante, hay que recordar que el propio Keynes considera que las medidas de estímulo de inversión en infraestructuras debían tener un carácter temporal.

Un aspecto destacable de este tipo de medidas es que la inversión en infraestructuras tiene efectos también a largo plazo en la economía, mientras que otras medidas expuestas son más limitadas en sus efectos temporales.

Se examinan, a continuación, los distintos planes que se están aplicando en EE.UU. y los países de la zona euro.

Estados Unidos

El plan de rescate propuesto por Bush quedó paralizado por el cambio de Presidente, siendo el primer país que se ha propuesto tomarse más tiempo para realizar un diagnóstico de la situación antes de tomar un nuevo conjunto de medidas. A cierre del tercer trimestre de 2008, la deuda norteamericana suponía un 358% de su PIB, por encima del 300% que condujo a EE.UU. a la Gran Depresión.

El Presidente Obama consiguió sacar adelante su plan de medidas de apoyo a la economía: en febrero de 2009 el Senado y la Cámara de los Representantes acordaron que el plan definitivo de la Administración Obama contra la crisis -denominado *Troubled Assets Relief Program* (TARP)- estuviera dotado con 789.000 millones de dólares, unos 40.000 millones menos de lo previsto inicialmente.

El plan preveía la creación de 3,5 millones de empleos y destina más de una tercera parte de los fondos a reducciones de impuestos para la clase media. Se dedicará el 35% del presupuesto (unos 275.000 millones de dólares) a asumir las reducciones fiscales. Otros 150.000 millones serán destinados a inversiones en infraestructuras. Además, el plan crea un fondo de estabilización para ayudar a los estados con problemas para cumplir sus presupuestos, entre los que se encuentran algunos de los mayores, como California, Florida y Nueva York.

Se observa que, tras las medidas iniciales adoptadas por el Presidente Bush destinadas a responder a la crisis financiera, el plan de Obama se centra más en medidas que tratan de estimular la economía real mediante fuertes inversiones en infraestructuras -que consumirán la mayor parte del presupuesto- y recortes de impuestos a los ciudadanos y las empresas.

Es reseñable y merece reflexión el hecho de que se estén abordando políticas de estabilización también para los estados con problemas pues como se ha comentado debe evaluarse el riesgo máximo que pueden asumir los estados en un momento como el actual.

Entre otros aspectos, se amplía de 26 a 46 semanas el período de subsidios para desempleados, aunque éste se extiende a 59 en estados con altas tasas de desempleo. También prevé recortes tributarios escalonados de entre 400 dólares para individuos y hasta 800 dólares para familias hasta 2010, dependiendo de sus salarios. Además, autoriza fondos para los gobiernos estatales, la mayoría de los cuales afrontan graves presiones presupuestarias²³.

Quienes compren casa por primera vez, entre enero y agosto de 2009, podrán recibir un crédito tributario de 8.000 dólares, 500 más de lo que estipula la ley actual. Los universitarios recibirían un crédito de hasta 2.500 dólares para su matrícula y otros gastos educativos como la compra de libros y ordenadores.

Es destacable también que, finalmente, parece que el plan ha desterrado una vuelta al proteccionismo más fuerte. Ante presiones del sector exportador y de los socios comerciales de EE.UU. el plan retiró la controvertida cláusula “*Buy American*” que, salvo algunas excepciones, exige el uso de hierro, acero y productos manufacturados estadounidenses en obras de infraestructura financiadas por el plan. Ésta se aplicará, según el texto, “*de forma*

²³ Por ejemplo, California, con un déficit de cerca de 41.000 millones de dólares, recibirá 26.000 millones, y buena parte de esos fondos se destinará a programas de educación y servicios médicos en los próximos 18 meses.

consecuente con las obligaciones de EE.UU. bajo acuerdos internacionales por lo que las obras públicas podrán contar con productos extranjeros”.

Finalmente, la idea original del TARP fue, en gran medida abandonada, y buena parte de los fondos se utilizaron para inyecciones de capital a entidades financieras con problemas a cambio, en la mayoría de los casos, de la toma de participaciones preferentes o participaciones en el capital. La urgencia de apoyar a determinadas entidades con dificultades y capitalizarlas pudo más que la idea inicial de estimular a la economía real con inversiones productivas.

A finales de octubre de 2009 el Ejecutivo estadounidense comienza a estudiar medidas que se traduzcan en una obligación para la banca de pagar el coste de sus rescates financieros. En este sentido, está planteando nuevos mecanismos que otorguen más poder a los reguladores para intervenir de una forma controlada grandes instituciones financieras cuya situación pudiera poner en riesgo la estabilidad del sistema financiero y la economía del país.

Zona euro

En Europa las medidas tomadas por los distintos países han abarcado desde nacionalizaciones parciales a la extensión de los seguros para los depósitos bancarios. Cada país ha realizado su análisis por separado, impulsando medidas diferentes.

Desde el inicio de las turbulencias financieras, las autoridades económicas europeas trataron de establecer un marco de respuesta conjunta y coordinada con otras iniciativas internacionales, particularmente con las recomendaciones del *Financial Stability Forum* (FSF). El plan de trabajo quedó recogido en la hoja de ruta que el Consejo ECOFIN aprobó en octubre de 2007, cuyos objetivos son mejorar el funcionamiento de los mercados (incluyendo la actuación de las agencias de calificación), incrementar la transparencia, mejorar la valoración de activos y reforzar la supervisión, la gestión de riesgos y la cooperación entre supervisores.

Sin embargo, el extremo agravamiento de la crisis financiera global desde mediados de septiembre de 2008 requirió una actuación decidida de los gobiernos que iban anunciando medidas no coordinadas, país por país. No obstante, la cumbre de los países europeos del G8 -el 4 de octubre- y la posterior declaración conjunta de los Jefes de Estado y de Gobierno de la UE recogieron el compromiso político de actuar coordinada y decididamente para garantizar la estabilidad del sistema financiero. Posteriormente -el 7 de octubre- los ministros de economía y finanzas de la UE acordaron tomar todas las acciones necesarias para restablecer la confianza y el funcionamiento adecuado de los mercados. Los ministros decidieron elevar la cobertura mínima del fondo de garantía de depósitos hasta 50.000 euros y establecieron unos principios comunes sobre los que deberían pivotar las iniciativas nacionales: protección de los intereses de los contribuyentes, responsabilidad de accionistas y directivos, y respeto de las reglas del mercado único y de la competencia.

Tras este compromiso, el 12 de octubre los Jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro lanzaron un plan de acción concertado. Mientras que el BCE apoyó con sus medidas las condiciones de liquidez a muy corto plazo, el plan de los gobiernos pretendía facilitar la

financiación a medio plazo y restaurar las *ratios* de capital de las entidades para que sigan realizando su labor de intermediación en la economía. De forma inmediata, los países miembros dieron a conocer algunas características de los planes nacionales que, en algunos casos, venían a complementar medidas anunciadas o aprobadas con anterioridad.

En primer lugar, para que los mercados de crédito vuelvan a funcionar con normalidad y los bancos se puedan financiar a medio plazo, los gobiernos de la UEM contemplan sistemas temporales de garantía sobre las nuevas emisiones bancarias de deuda *senior* (con plazo hasta cinco años). Además, algunos países, como Francia y Austria, ofrecen préstamos garantizados a su sistema bancario, mientras que otros -como España e Italia- consideran la compra o canje de activos de alta calidad que permitan la refinanciación de las entidades.

Por otro lado, el plan también facilita que las entidades restauren sus *ratios* de capital. Para ello, varios gobiernos anunciaron inyecciones de capital a entidades solventes y, en caso necesario, inyecciones de emergencia para evitar el posible riesgo sistémico. Todas estas actuaciones deberán cumplir unos requisitos, como tener un carácter temporal y realizarse en condiciones de mercado, entre otros.

Finalmente, el plan de acción concertado en la UEM también incluye una mejora de los mecanismos de cooperación entre países y una flexibilización de los criterios contables. En relación con este último aspecto, la Comisión Europea ya ha emitido un reglamento para que la depreciación de activos no siga introduciendo presiones adicionales sobre las entidades europeas.

En definitiva, se trata de medidas dirigidas a restaurar la confianza y mitigar las presiones de liquidez en el corto plazo y de financiación en el medio plazo, contribuyendo a que el sistema bancario pueda seguir canalizando de forma eficiente los recursos de los ahorradores hacia los individuos y empresas con necesidades de financiación y, por tanto, reduciendo el impacto de las tensiones financieras sobre el crecimiento económico.

En cualquier caso, a medio plazo es preciso poner en marcha las reformas señaladas en la hoja de ruta que aprobó el Consejo ECOFIN en octubre de 2007. Además, la naturaleza global de esta crisis y la creciente interrelación transfronteriza de mercados y entidades requerirán una estrecha cooperación internacional de los gobiernos, los reguladores, las autoridades supervisoras y los bancos centrales.

5. Ineficiencias y oportunidades de arbitraje creadas por la falta de coordinación

Como se ha detallado en el punto anterior, la magnitud de la crisis financiera ha exigido de los Gobiernos la adopción de medidas mayoritariamente coyunturales destinadas a evitar la quiebra de las instituciones financieras, lo que genera ineficiencias en varios sentidos.

Ineficiencias de origen

En una economía globalizada se están implantando medidas desiguales para ayudar a las entidades financieras en Norteamérica y dentro de Europa en los distintos países. De esta

forma, cada entidad financiera, dependiendo de su país de origen, está recibiendo unas medidas de apoyo u otras y diferentes magnitudes relativas de ayuda financiera²⁴.

El problema de las ineficiencias de origen es que en una economía globalizada los efectos de las quiebras de determinados bancos afectan a otros bancos de distintos países: los gobiernos de cada país están decidiendo proteger, principalmente, a aquellos bancos -considerados clave- cuyos efectos se notarán más internamente, con menor atención a los posibles efectos fuera de sus fronteras. Así el gobierno francés acudió rápidamente al rescate de *Société Generale*, el británico al de los bancos *Royal Bank of Scotland* (RBS), *Lloyds TSB* y *HBOS* y los de Bélgica, Holanda y Luxemburgo anunciaron una inyección para rescatar a *Fortis*.

Dado que dependiendo de su origen se favorecen a unos bancos u otros y que en la actualidad el negocio bancario es global, dirigentes de algunos países han llegado a pedir al resto que apliquen medidas similares a las aplicadas en sus países para poder devolver la confianza al sistema financiero²⁵.

El Banco Central Europeo, en su Informe de Estabilidad Financiera publicado en diciembre de 2008, recopila los Planes de Rescate llevados a cabo por los distintos países, estableciendo una comparativa entre la situación en la zona euro y en Norteamérica. Esta comparativa nos ayuda a poder evaluar las ineficiencias de origen que se están produciendo, dada la diferente magnitud y sesgo de las medidas aplicadas en cada país. El estudio del BCE cuantifica el dinero gastado en tres tipos de medidas: inyecciones de capital, compras de activos / *swaps*, y garantías, préstamos o líneas de crédito concedidas.

En relación a las inyecciones de capital, el BCE destaca como el Plan de Rescate llevado a cabo en el Reino Unido y el *Capital Purchase Program under the Emergency Economic Stabilization Act* (EESA) realizado en EE.UU. aplican conceptos similares relativos a inyectar capital en las instituciones financieras y tomar participaciones financieras a cambio.

En cuanto a las compras o intercambio de activos, Grecia, Italia y España son los países cuyos gobiernos apoyaron mayoritariamente medidas de este tipo anunciando que podrían comprar algunos activos de los bancos y transformarlos en obligaciones. En EE.UU. la idea del *Troubled Assets Relief Program* (TARP) fue, en gran medida, abandonada y los fondos fueron mayoritariamente utilizados para inyecciones de capital.

La principal actuación realizada con las garantías y medidas afines en la zona euro fue el ya comentado aumento de las garantías por depositante.

En el Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España (mayo de 2009) se informa de las entidades financieras apoyadas con dinero público de los distintos países: EE.UU. es el país que ha ayudado a un mayor número de entidades financieras, seguido de Francia, Reino Unido, Alemania, Holanda, Bélgica e Irlanda²⁶.

²⁴ En Francia, Sarkozy insistió en que el estado francés no dejará quebrar ningún banco y que, “en caso de urgencia”, podrá aportar directamente su garantía a la refinanciación de los bancos con problemas. En ese caso, como ocurrió con el franco-belga Dexia, el Estado asumirá el control y cambiará la dirección del mismo. En EE.UU., se ha realizado una selección de los bancos a preservar y a dejar quebrar.

²⁵ Así por ejemplo, en el Reino Unido, el Primer Ministro Gordon Brown solicitó del resto de Gobiernos de la UE que ayuden a recapitalizar a sus bancos en dificultades.

²⁶ Aunque España tiene articulado a tal efecto el FROB no se ha rescatado con dinero público a ninguna entidad financiera.

Ineficiencias de elección

Dentro de cada país, son los gobiernos los que están decidiendo qué entidades preservar dejando quebrar a otras. La urgencia con que han tenido que realizarse las inyecciones de liquidez ha impedido un análisis previo y en profundidad de la viabilidad de cada entidad para determinar sobre una base objetiva qué entidades deben ser rescatadas y cuáles no tendrán otra opción que fusionarse o irremediablemente quebrar²⁷.

El 15 de septiembre de 2008, mientras que el banco de inversión Lehman Brothers quebraba²⁸, otro banco de inversión, Merrill Lynch era adquirido por el Bank of America. Ambas entidades estaban tratando de recapitalizarse debido a su delicada situación financiera, con un balance que incluía activos básicamente ilíquidos y escasos fondos propios. En aquel momento, Lehman Brothers aún mantenía en su balance una exposición a hipotecas y productos relacionados de 65.000 millones de dólares, más de dos veces sus fondos propios.

Según el Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana (2009) *“aunque la quiebra de Lehman resultaba inevitable, conviene tener presente que fue una quiebra voluntaria”*. Además, *“su cuenta de resultados arrojaba unas pérdidas de 3.900 millones de dólares en el tercer trimestre de 2008, frente a un capital de 26.000 millones, de modo que es improbable que Lehman se hubiese visto forzado a entrar en concurso de acreedores tras presentar dicho balance”*²⁹.

Con la finalidad de evitar la aparición de nuevas ineficiencias de elección, las autoridades públicas en EE.UU. están tratando de establecer sistemas que permitan realizar evaluaciones más objetivas de la situación en que se encuentran las distintas entidades del sistema financiero: en mayo de 2009, la Reserva Federal dio a conocer los resultados de dos meses y medio de análisis exhaustivos de los balances de los mayores bancos estadounidenses, un proceso que se acuñó como “prueba de resistencia” (*“stress test”*). La autoridad monetaria concluyó entonces que 10 de los 19 bancos analizados necesitaban en conjunto casi 75.000 millones de dólares adicionales para reforzar su capital.

Por otra parte, pasados los momentos más críticos de la crisis financiera, empiezan a ser efectivas operaciones con capital privado que podrían evitar en un futuro la aparición

²⁷ También han influido otros factores, como el juicio que los dirigentes políticos han hecho de la dirección de cada una de estas entidades. En EE.UU. es significativo como se dejó quebrar a Lehman Brothers o Washington Mutual mientras se salvaban a otras entidades como Fannie Mae o Freddy Mac, se impulsaban fusiones bancarias con respaldo gubernamental y se acudió al rescate de su primer banco, Citigroup.

²⁸ Ni las ampliaciones de capital ni la enajenación de activos habían dado el resultado esperado, por lo que en agosto de 2008 Lehman Brothers se resignó a dejar de buscar una recapitalización que le permitiera conservar su modelo de negocio y pasó, en primer lugar, a ofrecer la venta del 50% de la compañía a los bancos Korea Development Bank y China's Citic Securities y, posteriormente, a buscar un comprador por la totalidad. Las negociaciones y rumores de negociaciones implicaron a numerosas entidades como Bank of America, JP Morgan, Barclays o Goldman Sachs, pero finalmente ninguna de ellas se decidió. Lehman Brothers declara su bancarota -la mayor de la historia de EE.UU.- con unos pasivos de 613.000 millones de dólares.

²⁹ En el V Boletín del Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana se defiende la tesis de que la quiebra de Lehman se podría haber evitado mediante la conversión de acreedores en accionistas. Posteriormente, el gobierno de EE.UU. se lanzó a recapitalizar el sistema financiero con recursos públicos, sin distinguir entre bancos viables o no, lo que introdujo nuevas ineficiencias de elección.

de nuevas ineficiencias de elección³⁰: los bancos de mayor dimensión y en mejor situación financiera -que han salido fortalecidos por la crisis- comienzan a comprar bancos de menor tamaño, y los gobiernos perciben que será difícil que quiebren nuevas entidades puesto que las primeras, anteriormente citadas, acudirían al rescate.

Ineficiencias normativas

Las ineficiencias normativas pueden ser de dos tipos. En primer lugar, las que se producirán en el futuro como consecuencia de las distintas medidas que están adoptando los gobiernos de cada país ante la crisis financiera. En lo relativo a la normativa bancaria, la ausencia de un regulador global implica que cada país aplica medidas reguladoras de forma aislada, generándose marcos normativos del sistema financiero más o menos favorables dependiendo del país³¹.

En segundo lugar están las ineficiencias normativas que se derivan del distinto marco legal existente en cada país: la magnitud de los problemas de solvencia y liquidez de cada banco se valora en su país de origen en función de su propia normativa nacional.

Para evitar ambos tipos, están surgiendo propuestas orientadas a implantar sistemas globales de supervisión. En este sentido, el gobernador de la Reserva Federal, Ben Bernanke (23 de octubre de 2009) recuerda que ya el *Financial Stability Board* solicitó estudios de estándares de capital significativamente mayores y que el G20 se ha comprometido a desarrollar reglas para mejorar la cantidad y calidad del capital bancario.

Mientras estas propuestas de unificar la supervisión a nivel global puedan desarrollarse los distintos organismos reguladores del sistema financiero en cada zona vigilan aquellas medidas que puedan ser origen de ineficiencias normativas por parte de un país concreto: un ejemplo reciente ha sido el aviso de la Comisión Europea al gobierno español sobre la necesidad de solicitarle autorización, caso por caso, para la concesión de ayudas públicas procedentes del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). La Comisión Europea trata de evitar el posible rescate de entidades financieras en España de forma indiscriminada³².

Dentro de las ineficiencias normativas, un subtipo son las ineficiencias contables: la normativa contable ha sido otro de los instrumentos utilizados por gobiernos y reguladores para intentar paliar sus efectos³³. A lo largo de la crisis financiera las provisiones

³⁰ El 28 de octubre de 2009, Deutsche Bank anunció la compra de Oppenheim. En el sistema financiero español varias Cajas de Ahorros comienzan a plantearse su fusión sin solicitar, en principio, dinero público.

³¹ La existencia de distintas garantías dadas a los depósitos bancarios en los países de la UE es un claro ejemplo.

³² Esta actitud de la Comisión Europea supone un cambio importante pues hasta muy recientemente solo examinaba y aprobaba los planes de ayuda al sector bancario y dejaba su aplicación individual a los gobiernos de los países. Así sucedió con el Fondo de Adquisición de Activos Financieros y el Plan de Aavales del Estado a las nuevas emisiones de deuda, operaciones individuales que no fue necesario comunicar al ejecutivo comunitario.

³³ Una relajación de la normativa de provisiones o una valoración *mark to market* de los activos puede ayudar, por ejemplo, a mejorar -artificialmente- de forma contable las cuentas de resultados y balances de los bancos mientras se produce la recuperación. Ha sido significativo, en este sentido, el caso estadounidense con la supresión de la normativa de valoración de activos a mercado o *mark to market* en abril de 2009.

anticíclicas que el Banco de España estableció para las entidades de crédito españolas favorecieron inicialmente al sistema financiero español en relación con el europeo o norteamericano.

El Banco de España aprobó en julio de 2009 una medida especialmente favorable para la contabilidad de las instituciones crediticias con problemas de morosidad ligados al sector de la construcción: las provisiones que deberán dotar las entidades por aquellos préstamos hipotecarios que se considere que han entrado en mora no supondrán ya el 100% del valor del inmueble, sino sólo el 30%, con una única excepción, el crédito promotor que tenga como garantía suelo no rústico o promociones en construcción, el grueso de la morosidad actual de bancos y cajas.

No obstante, a finales de octubre de 2009, el Banco de España comunicó a los bancos y cajas de ahorro que tendrán que duplicar las provisiones por los inmuebles que lleven más de un año en su balance, desde el 10% (de la tasación) actual hasta el 20%. Esta medida tendrá un impacto inicial negativo para las entidades de crédito, generando una nueva ineficiencia normativa de tipo contable.

Ineficiencias competitivas

La necesidad de tomar medidas rápidas de apoyo a las instituciones financieras supone que, en cierta medida, se esté apoyando a los gestores de las entidades que han entrado en crisis y que el mercado está penalizando. Los críticos de las medidas gubernamentales temen que éstas pudieran alentar a las instituciones financieras a tomar riesgos desmedidos con la convicción de que el gobierno solucionará sus problemas; de esta forma no se está favoreciendo la eficiencia y competitividad de las entidades dado que los errores de gestión acabarían siendo difuminados por las ayudas gubernamentales. En determinados casos no se deja actuar al mercado y se evita la quiebra de entidades que no son competitivas³⁴.

Jürgen B. Donges se pregunta cómo se evitará la aparición del llamado “riesgo moral” que crean las instituciones estatales cuando actúan como “prestamista de última instancia” y se comprometen además a impedir que grandes bancos quiebren. En esta misma línea se ha expresado el *Financial Stability Forum* en septiembre de 2009, comprometiéndose a plantear soluciones para evitar la aparición del “riesgo moral” en el plazo de un año y solicitando el apoyo del G20 para la aplicación de sus propuestas.

En Fernando Maravall, Silviu Glavan y Analistas Financieros Internacionales (2009) se menciona un riesgo sistémico específico asociado al tamaño de los grandes bancos y se relaciona con la capacidad que tienen de trasladar un *shock*, inicialmente sufrido por ellos, al resto del sistema bancario y al conjunto de la economía. Esto puede crear incentivos a

³⁴ En este sentido, un debate de actualidad en España es el relativo al funcionamiento de las Cajas de Ahorro, entidades de crédito peculiares por sus objetivos, sistema de gobierno, ausencia de ánimo de lucro, y que no tienen en la competitividad la base de su modelo de negocio.

extralimitar la adopción de riesgos en su actividad ya que, en última instancia, las autoridades públicas evitarán siempre su quiebra³⁵.

6. Resultados y evaluaciones preliminares de las políticas adoptadas y análisis de la coyuntura actual

Aunque es pronto para poder atribuir con rigor resultados a políticas y medidas adoptadas y los estudios empíricos al respecto son prácticamente inexistentes, los indicadores de coyuntura económica y financiera junto con evaluaciones que han realizado algunas instituciones internacionales nos permiten destacar las siguientes conclusiones:

1. Se constata una clara moderación en los riesgos: según el Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial (octubre de 2009, FMI 2009b), las perspectivas del sistema financiero mejoran notablemente. Los indicadores de riesgo soberano son más bajos que hace seis meses (*Global Financial Stability Report*, abril de 2009, FMI 2009a), los riesgos sistémicos disminuyeron³⁶, los riesgos de los mercados emergentes se han suavizado³⁷, los bancos se han capitalizado y los mercados de financiación mayorista han vuelto a abrir sus puertas: “*crece la confianza en que ya pasó el peor momento para la economía mundial, y eso apuntala la reanimación de los mercados financieros*” (p. 1).
2. Aquellas medidas orientadas a favorecer la liquidez tuvieron un máximo de eficacia antes de los sucesos de Lehman Brothers pero se redujo cuando el núcleo de la crisis financiera en la mayoría de los países se trasladó de problemas de liquidez a problemas de solvencia (Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial, octubre de 2009, FMI 2009b).
3. Los anuncios de inyecciones de capital fue la medida que mejor logró reducir el riesgo de impagos bancarios tras la quiebra de Lehman Brothers, junto con el anuncio del uso eventual de compras de activos (Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial, octubre de 2009, FMI 2009b).
4. Un resultado importante -y que enlaza con el tema de las ineficiencias y externalidades planteado en este artículo- es que las intervenciones orientadas a las instituciones o mercados nacionales han tenido efectos indirectos importantes en

³⁵ Los bancos de mayor dimensión, en muchos casos, han logrado crecer a través de progresivos procesos de fusiones y adquisiciones que reducen la competencia. Al poder asumir mayores riesgos que sus competidores de menor escala y, por lo tanto, ofrecer mayor rentabilidad y mejorar cuota de mercado están generando una ineficiencia competitiva en el sentido de que si sus riesgos llevasen a la entidad a una situación límite tienen la garantía de que los gobiernos acudirán a su rescate. Este tipo de ineficiencias competitivas invalida la teoría de la frontera eficiente de Markowitz.

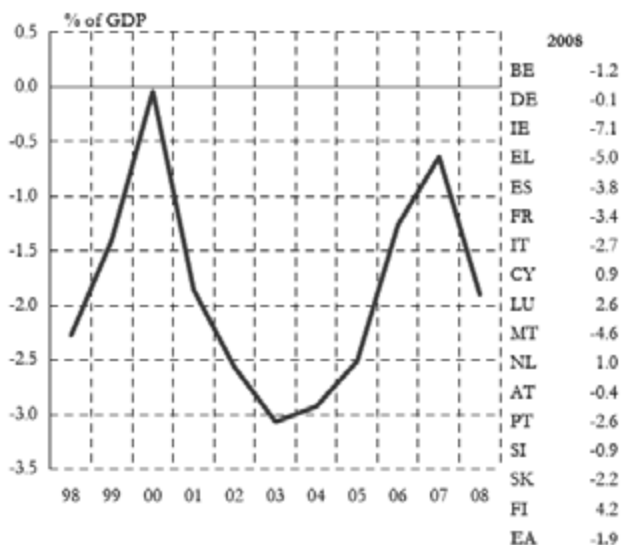
³⁶ En este sentido, los bancos estadounidenses ya superaron el punto intermedio del ciclo de pérdidas proyectado hasta 2010, en tanto que en Europa el reconocimiento de las pérdidas está menos adelantado debido a las diferencias del ciclo económico.

³⁷ Sustancialmente en las economías emergentes de Europa. Además los bancos de Europa Occidental parecen ser capaces de absorber el empeoramiento de las condiciones de crédito pero quizá no tengan suficiente capital como para sustentar la recuperación en esta área.

otros países, de magnitud a veces superior que en el país de origen (Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial, octubre de 2009, FMI 2009b).

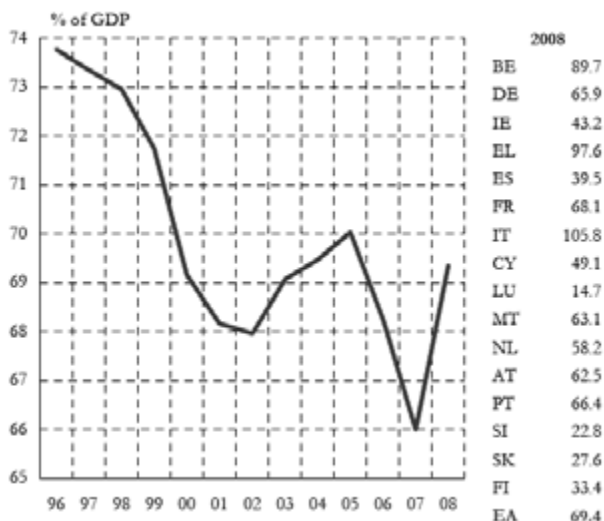
5. Con el objetivo concreto de respaldar las actividades de emisión y financiación han resultado ser buenos instrumentos las garantías de obligaciones bancarias instituidas por varios países, el mecanismo estadounidense de préstamo a plazo de títulos respaldados por activos, la emisión de títulos respaldados por activos para reactivar el crédito al consumidor, y la decisión del BCE de adquirir directamente bonos cubiertos (Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial, octubre de 2009, FMI 2009b).
6. Aspectos menos satisfactorios son la insuficiente oferta de crédito bancario en relación a una demanda “anémica” por parte del sector privado que podría reducir el crédito necesario para sustentar la recuperación (el Informe de Estabilidad Financiera Mundial anteriormente citado alerta de una caída en la oferta de crédito bancario tanto para el final del 2009 como para el 2010, tanto en EE.UU. como en Europa), la transferencia de riesgos privados a las cuentas públicas -consecuencia de las medidas de apoyo al sistema financiero y los programas de estímulo fiscal- que plantea inquietudes en relación con la insostenibilidad de los presupuestos públicos, la emisión sin precedentes de deuda soberana, y las posibles repercusiones negativas sobre los tipos de interés y la incipiente recuperación. Los gráficos 1 y 2 ilustran adecuadamente las tendencias de déficit público y endeudamiento señaladas.

Gráfico 1
Déficit público como porcentaje del PIB
Media UE. 1998-2008



Fuente: DG ECFIN Comisión Europea (2009b).

Gráfico 2
Endeudamiento público como porcentaje del PIB
Media UE, 1996-2008



Fuente: DG ECFIN Comisión Europea (2009b).

7. En las previsiones de la Comisión Europea (septiembre de 2009, Comisión Europea 2009a) se detectan síntomas del fin de la recesión y de una incipiente recuperación económica; en concreto aunque el crecimiento del PIB, en media, tanto en la UE-27 como en la eurozona, se espera que retroceda un 4% en 2009, las estimaciones apuntan que en la segunda mitad del año podrían registrarse crecimientos positivos (véase la tabla 1). El Indicador de Confianza Económica³⁸ es coherente con esta mejora de las expectativas, repuntando desde el mínimo registrado a comienzos del 2009 (véase el gráfico 3).
8. El mercado de trabajo -y las expectativas sobre la evolución del empleo y desempleo- sigue cosechando las consecuencias más preocupantes de la crisis económica y financiera: en agosto de 2009, la tasa de desempleo alcanzó el 9,6% de la población activa, la tasa más alta desde 1999 (era del 7,6% en agosto de 2008)³⁹. En el

³⁸ El *Economic Sentiment Indicator* es una media ponderada del indicador de confianza industrial (40%), del indicador de confianza en los servicios (30%), del indicador de confianza del consumidor (20%), del indicador de confianza en la construcción (5%), y del indicador de confianza del comercio al por menor (5%). Los datos han sido ajustados estacionalmente. Es elaborado por la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea (DG ECFIN).

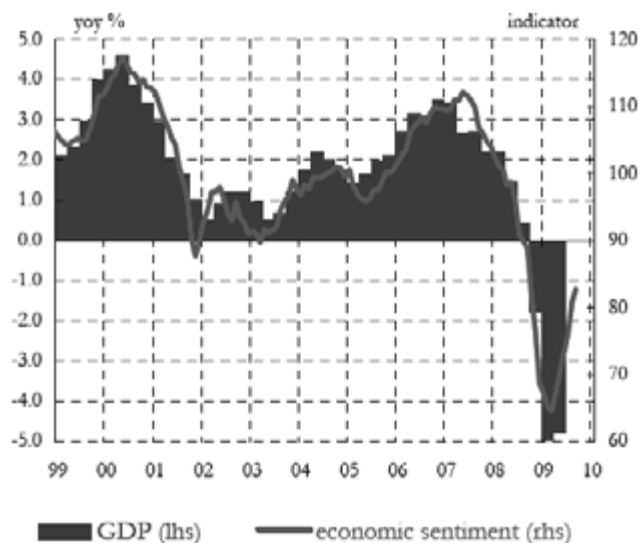
³⁹ Las mayores tasas de desempleo se registraron en España (18,3%), Irlanda (12,5%) y Eslovaquia (11,6%); las menores en los Países Bajos (3,5%) y Austria (4,7%).

Tabla 1
Tasa de crecimiento del PIB real UE-27

	Previsión cuatrimestral PIB (%, cuatrimestre sobre cuatrimestre) 2009				Previsión anual PIB (%, año sobre año) 2009	
	2009/1	2009/2	2009/3	2009/4	Previsiones Mayo 2009	Previsión interna Sept. 2009
Alemania	-3.5	0.3	0.7	0.1	-5.4	-5.1
España	-1.6	-1.1	-0.4	-0.2	-3.2	-3.7
Francia	-1.3	0.3	0.4	0.3	-3.0	-2.1
Italia	-2.7	-0.5	0.2	0.1	-4.4	-5.0
Países Bajos	-2.7	-0.9	-0.4	0.0	-3.5	-4.5
Zona Euro	-2.5	-0.1	0.2	0.1	-4.0	-4.0
Polonia	0.3	0.5	0.1	0.0	-1.4	1.0
Reino Unido	-2.4	-0.7	0.2	0.5	-3.8	-4.3
UE 27	-2.4	-0.2	0.2	0.1	-4.0	-4.0

Fuente: *Comisión Europea (2009a)*.

Gráfico 3
Tasa de crecimiento económico y del Índice de confianza económica
Eurozona 1999-2009



Fuente: *DG ECFIN, Comisión Europea (2009b) y Eurostat (2009)*.

gráfico 4 se presenta la evolución de la tasa de crecimiento del desempleo general y estructural para el periodo 1999-2009 y en el 5 se ilustran, para el mismo periodo, las expectativas del desempleado ante el consumo.

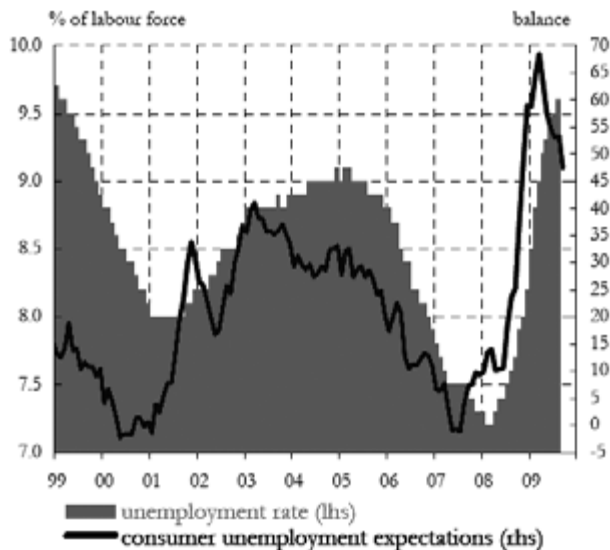
Gráfico 4
Tasa de crecimiento del desempleo general y estructural
UE. 1999-2009



Fuente: Eurostat (2009) y OCDE (2009).

9. Incluso ante la incipiente recuperación y el regreso de tasas de crecimiento del PIB positivas, las oportunidades de reducción del desempleo pueden verse limitadas por el repunte del componente estructural del mismo entre 2007 y 2009 (véase el gráfico 4) y, por otro lado pero relacionado con el dato anterior, por las reformas pendientes en el mercado de trabajo.
10. La recuperación de los principales índices de los mercados de valores se manifiesta desde el primer semestre de 2009. Aunque el valor del índice Eurostoxx está un 40% por debajo del pico alcanzando en julio de 2007, el 14 de octubre de este año logró el valor más alto desde hace más de un año. El índice Nikkei presenta una ligera corrección al final del periodo considerado por las incertidumbres sobre la fortaleza de la recuperación de la economía japonesa.

Gráfico 5
Tasa de crecimiento del desempleo y expectativas de desempleo
UE. 1999-2009



Fuente: Eurostat (2009) y DG ECFIN Comisión Europea (2009b).

Gráfico 6
Índices de cotizaciones bursátiles Eurostoxx, Dow Jones y Nikkei
2005-2009



Fuente: DG ECFIN (2009b) Ecwin (2009).

7. Comentarios y reflexiones finales

Los distintos planes de ayuda y de rescate a entidades financieras han supuesto, a la vez que un alivio para el sistema financiero, una transferencia de riesgos al estado y una presión sobre los presupuestos públicos; presión añadida a la que resulta de las políticas de expansión fiscal aplicadas en algunos países para intentar reactivar la economía real. Si bien inicialmente la crisis financiera se manifestó como una crisis de liquidez y, posteriormente, como una crisis de solvencia, en la actualidad podemos estar aproximándonos a una crisis de la deuda pública. El riesgo asumido por los estados ha sido elevado y un eventual estallido de una burbuja de deuda pública podría situarnos en el punto de partida: las entidades financieras se verían, de nuevo, inmersas en un proceso de deterioro de sus activos y crisis⁴⁰ con el agravante de unas cuentas públicas insostenibles e impotentes para acudir a su apoyo y/o rescate.

Por ello es interesante el debate sobre la conveniencia de retirar a tiempo estímulos que resulten excesivos para evitar poner la semilla de la siguiente crisis tratando de resolver la actual. El sector financiero deberá asumir de nuevo los riesgos propios de su actividad, pero con un mayor control y regulaciones globales que permitan acotar las ineficiencias mencionadas.

Además, la eficacia de algunas políticas está condicionada a una utilización limitada⁴¹. La coordinación internacional se hace, de nuevo, imprescindible dado el impacto transfronterizo de abandonar estas medidas (piénsese por ejemplo en la supresión de las garantías de la deuda bancaria y las posibilidades de arbitraje entre países).

Como se aconseja en el Informe de Estabilidad Financiera Mundial (octubre de 2009, p.1): *“Habrá que proceder con cuidado al dismantelar el respaldo público para evitar desencadenar una segunda crisis como consecuencia de un retiro prematuro o poner en peligro la credibilidad monetaria y fiscal como consecuencia de un retiro tardío”*.

Dado el esquema macroeconómico que supone la Unión Económica y Monetaria, países que como España están acusando con mayor intensidad la recesión -encajando unas cifras más negativas en crecimiento económico y desempleo- quizá tengan que realizar una “devaluación interna” con ajustes de salarios y precios, dado que, al contrario del esquema estadounidense, en la UE no hay un federalismo fiscal.

En este sentido resultan inaplazables reformas en los mercados que les doten de flexibilidad y competencia; especialmente en el de trabajo, pues si el ajuste en éste no se efectúa “vía precios”, la consecuencia será que se realizará de la peor forma posible, “vía cantidades”.

⁴⁰ Los bancos han estado comprando de forma masiva emisiones de deuda pública de los estados dado que les genera un beneficio inmediato con el “*carry trade*”: toman prestado dinero de los Bancos Centrales a tipos de interés en torno al 1% y lo emplean en la adquisición de deuda pública a largo plazo, cuya remuneración está siendo muy superior (entre el 3 y 4%). Si el mercado empieza a anticipar una subida de tipos de interés, con base en las expectativas de recuperación económica, las entidades financieras se verían expuestas a elevadas pérdidas derivadas del descenso en el precio de los bonos como consecuencia del aumento de su tipo de interés. Además, el exceso de oferta de deuda pública en el mercado también presionaría a la baja el precio de los bonos que las entidades tienen en su balance.

⁴¹ No debiera retrasarse el diseño de las modalidades y tiempos en las estrategias de retirada de las medidas de apoyo. Por otro lado, los incentivos son críticos para reactivar la titulización, que contribuiría a diversificar las fuentes de financiación y ampliar la insuficiente oferta de crédito bancario estimada para el 2009 y 2010 en Europa y EE.UU., dados los estrangulamientos aún existentes en los canales de crédito.

Además, cualquier política de estímulo de la productividad procurará escasos resultados en el marco de rigideces estructurales.

Aunque las medidas de política económica y financiera examinadas se han concentrado, razonablemente, en tratar de solucionar las inquietudes inmediatas acerca de la estabilidad financiera, la coyuntura actual no debiera distraernos del objetivo de regresar a una trayectoria de crecimiento sostenido. Esto exige reformas y políticas estructurales que fomenten la productividad y el crecimiento a largo plazo basadas en estrategias de eco-innovación, creación de conocimiento, apertura de los mercados, calidad regulatoria, y un reequilibrio entre mercado y política, entre otras.

Bibliografía

Abadía, Leopoldo. 2009. *La crisis Ninja y otros misterios de la economía actual*. Espasa Calpe, Madrid.

<<http://leopoldoabadia.blogspot.com/search/label/%2B%20ANEXO%201%20Crisis%20NINJA>>

Banco de España. 2009. Informe de Estabilidad Financiera 05/2009

<<http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/09/Fic/IEF200905.pdf>>

Banco de España. 2008a. Informe Anual 2007.

<<http://www.bde.es/informes/be/infanu/infanu.htm>>

Banco de España. 2008b. Informe de Estabilidad Financiera 11/2008.

<<http://www.bde.es/informes/be/estfin/completo/IEF200811.pdf>>

Banco de España. 2008c. Boletín Económico. Octubre 2008.

<<http://www.bde.es/informes/be/boleco/2008/be0810.pdf>>

BCE. 2008a. “The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area”, General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures.

<<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2008en.pdf?0dd0816ab94907f0c24ac1c534ae0f06>>

BCE. 2008b. Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on government guarantees for bank debt, 20 October 2008.

<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations_on_guaranteesen.pdf>

BCE. 2008c. Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalisations, 20 November 2008.

<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations_on_pricing_for_recapitalisationsen.pdf>

BCE. 2008d. Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del eurosistema para la zona del euro, 4/12/2008.

<<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/eurosystemstaffprojections200812es.pdf>>

- Blanchard, Olivier. 2009. "Sustentar la recuperación mundial", *Finanzas y Desarrollo*, FMI, septiembre de 2009, pp. 8-12.
<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2009/09/pdf/blanchar.pdf>>
- Blanfein, Lloyd. 2009. "Do not destroy the essential catalyst of risk". *Financial Times*, 8 de febrero de 2009.
<<http://www.ft.com/cms/s/0/0a0f1132-f600-11dd-a9ed-0000779fd2ac.html>>
- Bank for International Settlements. 2008. "Supervisory guidance for assessing banks' financial instrument fair value practices", noviembre 2008.
<<http://www.bis.org/publ/bcbs145.htm>>
- Comisión Europea. 2009a. September 2009. Interim Forecast, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 14 de septiembre de 2009.
<http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15864_en.pdf>
- Comisión Europea. 2009b. Key Euro Area Indicators.
<http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/db_indicators9237_en.htm>
- De la Dehesa, Guillermo. 2009. *La primera gran crisis financiera del siglo XXI: Orígenes, detonantes, efectos, respuestas y remedios*, Alianza Editorial, Madrid.
- De Rato, Rodrigo. 2009. "La globalización, los flujos financieros y la crisis: lecciones de la experiencia", Discurso de investidura como Doctor *Honoris Causa* por la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid, Madrid.
- Domínguez Domech, Carmen, 2009. "Activos Financieros: una reflexión sobre la relación entre liquidez, riesgo y rentabilidad en el contexto de la crisis económica iniciada en el verano de 2007", en Valentín Bote, Lorenzo Escot y José Andrés Fernández (eds.), *Pensar como un economista. Homenaje al profesor Andrés Fernández Díaz*, Delta Publicaciones Universitarias, Madrid, pp. 853-862.
- Donges, Jürgen B. "No hay un conflicto entre controlar la inflación y estimular el crecimiento económico". *Revista Vida Académica de San Telmo*. Programa de Continuidad 2008-2009.
<www.santelmo.org/revista/n31/VA_continuidad.pdf>
- Escribá, José Luis. 2009. "La transformación del negocio bancario: El futuro del sector bancario español: los retos de la crisis". BBVA, Servicio de Estudios. Octubre de 2009.
- Fernández, Miguel. 2008a. Comparecencia del Gobernador ante la Comisión de Presupuestos del Congreso, Madrid, 7 de octubre de 2008.
<<http://www.bde.es/prensa/intervenpub/gobernador/mfo071008.pdf>>
- Fernández, Miguel. 2008b. Comparecencia del Gobernador del Banco de España ante la Comisión de Presupuestos del Senado, Madrid, 19 de noviembre de 2008.
<<http://www.bde.es/prensa/intervenpub/gobernador/mfo191108.pdf>>

- Financial Stability Board. 2009. “Improving Financial Regulation”. Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders. 25 de septiembre de 2009.
<http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_090925b.pdf>
- Financial Stability Forum. 2008a. “Update on the Implementation of the FSF’s Recommendations. Report by the FSF Chairman to the G8 Finance Ministers”, junio 2008.
<http://www.fsforum.org/publications/r_0806.pdf>
- Financial Stability Forum. 2008b. “Ongoing and Recent Work Relevant to Sound Financial Systems”, septiembre 2008.
<http://www.fsforum.org/publications/on_0809.htm>
- Financial Stability Forum. 2008c. “Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience Follow-up on Implementation”, septiembre 2008.
<http://www.fsforum.org/press/pr_081009f.pdf>
- FMI. 2009a. Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial, abril de 2009.
<<https://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/gfsr/2009/01/pdf/sums.pdf>>
- FMI. 2009b. Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial, octubre de 2009.
<<http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/gfsr/2009/02/pdf/sums.pdf>>
- FMI. 2008. “Global Financial Stability Report. Financial Stress and Deleveraging: Macrofinancial Implications and Policy”, *World Economic and Financial Surveys*, octubre de 2008.
<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/02/pdf/text.pdf>>
- Maravall Fernando, Glavan Silviu, y AFI. 2009. “Eficiencia y concentración del Sistema Bancario Español”, FUNCAS, septiembre 2009.
<<http://www.funcas.es/Publicaciones/InformacionArticulos/Publicaciones.asp?Id=1514>>
- Menéndez, Juan M. 2009. “Productividad, competitividad y nuevas tecnologías ante la crisis económica y financiera”, en Valentín Bote, Lorenzo Escot y José Andrés Fernández (eds.), *Pensar como un economista. Homenaje al profesor Andrés Fernández Díaz*, Delta Publicaciones Universitarias, Madrid, pp. 693-702.
- OCDE. 2009. Respuesta estratégica de la OCDE a la crisis económica y financiera. Contribuciones al esfuerzo global.
<<http://www.oecd.org/dataoecd/60/12/42981787.pdf>>
- Pérez, Carlota. 2002. *Technological Revolutions and Financial Capital. The Dynamics of Bubbles and Golden Ages*, Edward Elgar Publishing.
- Rallo, Juan Ramón. 2009. Observatorio de Coyuntura Económica, Instituto Juan de Mariana, nº 6, septiembre 2009.
<<http://www.juandemariana.org/estudio/4028/tercer/trimestre/2008/>>

- Roldán, José M. 2008. “El papel del modelo de “originar para distribuir” en la crisis financiera de 2007”, *Revista de Estabilidad Financiera*, Banco de España, nº 15, noviembre de 2008.
<<http://www.bde.es/informes/be/estfin/numero15/ief0115.pdf>>
- Roubini, Nouriel. 2009. “Nouriel Roubini on Prospects for 2009”. *Financial Times*, 3 de febrero de 2009.
<<http://www.ft.com/cms/s/0/89829f7a-f1d1-11dd-9678-0000779fd2ac.html>>
- Taleb, Nassim Nicholas. 2007. “The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable. New York: Random House”. ISBN 978-1-4000-6351-2.
- Tilman, Leo M. 2008. “Financial Darwinism: Create Value or Self-Destruct in a World of Risk”. ISBN 978-0-470-38546-3.
<<http://www.financialdarwinism.com/?cat=3>>
- Ubide, Ángel. 2008. “Anatomy of a modern credit crisis”, *Revista de Estabilidad Financiera*, nº 14, Banco de España, mayo de 2008.
<<http://www.bde.es/informes/be/estfin/numero14/IEF200814-4.pdf>>
- World Economic Forum. 2009. “World Economic Forum Annual Meeting 2009 Shaping the Post-Crisis World Davos-Klosters, Switzerland 28 January - 1 February”
<<http://www.weforum.org/en/media/publications/index.htm>>